



学校编码：10384

学号：X200415410

分类号_____密级_____

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

中国工商银行投资价值分析

An Analysis on Investment Value for
Industrial and Commercial Bank of China Limited

袁锦明

指导教师姓名：屈文洲 教授

专业名称：工商管理（MBA）

论文提交日期：2008 年 4 月

论文答辩时间：2008 年 6 月

学位授予日期：2008 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：袁锦明

2008 年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。本学位论文属于

1、保密（ ），在 1 年解密后适用本授权书。

2、不保密（√）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期：2008 年 月 日

导师签名： 日期：2008 年 月 日

内容摘要

随着中国股市机构投资者的不断壮大以及资本市场的日益开放，同国际证券市场接轨是大势所趋，价值投资也越来越获得市场的认同。不过 A 股市场估值水平与国际市场相比较来看，目前整个 A 股市场的估值水平处于相对高位。如何在 A 股市场平均较高市盈率、市净率的现状下从估值低洼中选择一家有投资价值的公司进行投资，如何评估其股票内在价值，这是价值投资者所关心的问题。本文将从估值水平较低的银行板块中寻找一家上市银行作为分析对象，运用在 MBA 学习期间所学的知识对其内在价值进行研究和分析。

在中国经济保持平稳发展的背景下，“十一五”期间银行业的年均利润增幅将维持20%左右，这是上市银行长期投资价值所在。因此本文选择抗风险能力强的工商银行作为具体研究对象，通过对宏观经济环境、银行业、公司本身三方面进行分析，评估其投资价值；同时采用P/E、P/B和EVA估值模型对工商银行的股票内在价值进行更加精确的估算和预测，以进一步评价其投资价值。

本文研究方法是通过多渠道搜集工商银行及相关同业资料和运用数量模型，加以比较分析评价，进行质与量的研究。最后，研究认为工商银行是一个安全性较高的大银行，是一个稳定增长且能给予丰厚回报的大银行，是一个值得理性的长期资金持有的大银行。

关键词：银行业；工商银行；价值分析

ABSTRACT

With the institutional investors' growing and the capital market's becoming more open, the Chinese stock market will converge with the international stock market and investors will agree with the value investment approach. However, the Chinese stock market has risen sharply in the last two years, so the valuation levels are much higher. How to select the companies of investment value, when the price-earnings ratio and the price-book value ratio are much higher, are the investors' concerns. This paper will select a company from the banking system analyze its intrinsic value.

During the "11th Five-Year Plan", the profit of the banking sector has maintained an annual growth rate of 20% which is the investment value the banking sector. Therefore this paper chooses the ICBC whose anti-risk ability is high as specific research object. Through analyzing the macroeconomic environment, the banking industry and the company, this paper will assess the investment value of ICBC. Then this paper uses the P / E and EVA Model to acquire the exact value of the ICBC.

The research methods of this paper are to collect information of ICBC and related banking industry and use the quantitative evaluation model to make quantitative analysis of ICBC investment value of the ICBC. At last this paper concludes that the ICBC is a bank who is worth of long-term investment .

Key words: the banking; the ICBC; Value Analysis

目录

引言	1
第一章 宏观经济分析	2
第一节 宏观经济分析与货币政策趋势	2
一、宏观经济运行现状	2
二、宏观经济展望	4
三、货币政策趋势	5
第二节 宏观经济与银行业的关系	6
一、宏观经济与银行业运行的关系	6
二、宏观经济周期波动对银行业发展的影响	7
第三节 宏观经济政策对银行业的影响	7
一、宏观调控造成银行信贷供求矛盾突出	7
二、宏观调控是银行调整信贷结构良机	8
第二章 银行业分析	9
第一节 银行业的发展概况	9
一、中国银行业的发展概况	9
二、银行业改革新进展	9
三、银行业运行分析	10
第二节 银行业的发展趋势分析	13
一、银行业的发展机遇与挑战	13
二、银行业发展趋势预期	15
三、银行业监管趋势分析	16
第三节 相关政策变化对银行业的影响分析	16
一、利率市场化改革对银行业的影响	16
二、人民币汇率制度综合改革对银行经营的影响	17
三、新会计准则对银行业的影响	17
四、房地产行业宏观调控对银行产生的影响	19
五、新企业所得税法对银行业盈利水平的影响	19
第三章 中国工商银行股份有限公司分析	21
第一节 中国工商银行股份有限公司概况	21
一、公司基本情况	21
二、信贷资产状况	23
三、客户存款情况	27
四、资本充足率情况	28
第二节 中国工商银行股份有限公司财务状况分析	28
一、工商银行 2005-2007 年主要财务数据	28
二、工商银行 2005-2007 年共同比财务数据	30
三、财务比率分析	32
四、同类上市银行的比较	38
第三节 中国工商银行股份有限公司盈利能力分析	41
一、利息收入和支出预测	41

二、营业费用分析	45
三、中间业务分析	46
四、发展趋势及赢利预测	48
第四节 中国工商银行股份有限公司 SWOT 分析	50
第四章 中国工商银行股份有限公司估值分析	52
第一节 市盈率(P/E)与市净率(P/B)估值分析	52
第二节 经济增加值(EVA)估值分析	54
第五章 工商银行风险分析和投资建议	62
第一节 政策风险分析	62
第二节 信用风险分析	63
第三节 流动性风险分析	63
第四节 汇率风险分析	64
第五节 利率风险分析	65
第六节 投资建议	66
[参考文献]	67
附录	68
1、工商银行 2005-2007 年资产负债表 单位:百万元	68
2、工商银行 2005-2007 年利润表 单位:百万元	69
3、工商银行 2005-2007 年现金流量表 单位:百万元	70
致谢	72

Contents

Introduction	1
Chapter 1 Analysis of the macroeconomy	2
1.1 macroeconomic analysis and monetary policy outlook	2
1.1.1 The status of the macroeconomy	2
1.1.2 The outlook of the monetary policy	4
1.1.3 The trends of the monetary policy	5
1.2 The relationship between the macroeconomy and the banking industry	6
1.2.1 The relationship between the macroeconomy and the operation of the banking industry	6
1.2.2 Impacts of the periodic fluctuations of the macroeconomy on the development of the banking industry	7
1.3 Impacts of macroeconomic policy on the banking industry	7
1.3.1 Macro—control causes the obvious contradiction between the demand and supply of bank credit	7
1.3.2 The macro-control provides opportunities for the banking to adjust credit structure	8
Chapter 2 The analysis of the banking industry	9
2.1 Developments of the banking industry	9
2.1.1 Developments of the Chinese banking industry	9
2.1.2 The progress of the banking industry reform	9
2.1.3 The analysis of the banking industry operation	10
2.2 Trends of the development of the banking industry	13
2.2.1 Opportunities and challenges of the banking industry	13
2.2.2 Trends of the banking industry	15
2.2.3 Trends of the banking supervision	16
2.3 Impacts of economic policy on the banking industry	16
2.3.1 Impacts of the market-oriented interest rate reform on the banking industry	16
2.3.2 Impacts of reform of RMB exchange rate on the banking industry	17
2.3.3 Impacts of new accounting guidelines on the banking industry	17
2.3.4 Impacts of regulation on the real estate industry on the banking	19
2.3.5 Impacts of new enterprise tax law on the banking	19
Chapter 3 Analysis of the ICBC	21

3.1 Overviews of the ICBC	21
3.1.1 The basic status of ICBC	21
3.1.2 Overviews of the credit asset of the ICBC	23
3.1.3 Overviews of the customer deposits of the ICBC	27
3.1.4 Capital adequacy of the ICBC	28
3.2 The analysis of the financial situation of the ICBC	28
3.2.1 Financial datas of the ICBC from 2005 to 2007	28
3.2.2 Year-on-year financial datas of the ICBC from 2005 to 2007	30
3.2.3 Financial ratio analysis	32
3.2.4 Comparisons with the other banks	38
3.3 Profitability analysis of the ICBC	41
3.3.1 Projections of interest income and expenditure	41
3.3.2 Analysis of operating expenses	45
3.3.3 Analysis of the fee and commission income	46
3.3.4 projection of development trends and profitability of the ICBC	48
3.4 SWOT analysis of the ICBC	50
Chapter 4 Valuation analysis of the ICBC	52
4.1 P/E and P/B model of the ICBC	52
4.2 EVA model of the ICBC	54
Chapter 5 Risk analysis and investment recommendations	62
5.1 Analysis of policy-risk of the ICBC	62
5.2 Analysis of credit-risk of the ICBC	63
5.3 Analysis of liquidity-risk of the ICBC	63
5.4 Analysis of exchange rate-risk of the ICBC	64
5.5 Analysis of interest rate-risk of the ICBC	65
5.6 recommendations	66
[References]	67
Appendix	68
1、Balance Sheet of the ICBC from 2005 to 2007	68
2、Profit Reports of the ICBC from 2005 to 2007	69
3、Cash Flow Statement of the ICBC from 2005 to 2007	70
Postscripts	72

图目录

图 1: 2004-2007 年我国固定资产投资额同比增长情况	3
图 2: 2004-2007 年我国银行业总资产及总负债余额 单位: 亿元	11
图 3: 2004-2007 年我国银行业及主要商业银行不良贷款余额 单位: 亿元	12
图 4: 2004-2007 年我国银行业及主要商业银行不良资产率	12
图 5: 2007 年主要上市银行净利润增长率	13
图 6: 工行及银行业金融机构 2004-2007 年信贷增长率	23
图 7: 工行 2003-2007 年不良贷款率	26
图 8: 工行 2003-2007 年不良贷款覆盖率	26
图 9: 2003-2006 上半年工行新贷款的不良贷款率	27
图 10: 银行盈利能力的杜邦分析 ^[8]	33
图 11: 2006-2007 年工行盈利能力的杜邦分析图	34
图 12: 2003-2007 年工行不良贷款率和贷款总额准备金率	36
图 13: 2003-2007 年工行不良贷款覆盖率水平	36
图 14: 2005-2007 年工行不良贷款余额 单位: 亿元	37
图 15: 2005-2007 年工行流动性指标	37
图 16: 2005-2007 年国内主要上市银行总资产收益率	38
图 17: 2005-2007 年国内主要上市银行股东权益收益率比较	39
图 18: 2005-2007 年国内主要上市银行成本收入比	39
图 19: 2005-2007 年国内主要上市银行不良贷款率比较	40
图 20: 2005-2007 年国内主要上市银行拨备覆盖率比较	40
图 21: 2005-2007 年国内主要上市银行存贷比的比较	41
图 22: 2004-2007 年工行信贷增长率	42
图 23: 2003-2007 年工行净手续费收入占营业收入的比例	46
图 24: 2007 年各主要商业银行净手续费收入占营业收入的比例	47

表目录

表 1: 2005-2007 年消费、投资和净出口对 GDP 贡献率.....	2
表 2: 税改前内外资银行所得税率比较	19
表 3: 中国工商银行股份有限公司股本结构 单位: 亿股	21
表 4: 中国工商银行股份有限公司主要股东情况 单位: 亿股、%	22
表 5: 按业务类型划分的贷款业务 单位: 亿元	24
表 6: 按产品类型划分的个人贷款业务 单位: 亿元	24
表 7: 按地域划分的贷款结构 单位: 亿元	24
表 8: 按行业划分的境内公司类贷款结构 单位: 亿元	25
表 9: 2005-2007 年工行客户存款结构 单位: 亿元、%	27
表 10: 2005-2007 年工行资本充足率指标	28
表 11: 2005-2007 年工行主要财务数据对比 单位: 亿元、元	29
表 12: 2005-2007 年工行同比资产负债表 单位: %	30
表 13: 工行 2005-2007 年共同比利润表 单位: %	31
表 14: 工行贷款资产的组合收益率预测表	42
表 15: 2008—2010 年工行贷款利息收入预测表 单位: 亿元	42
表 16: 2006-2010 年工行证券投资结构及利息收入预测 单位: 亿元	43
表 17: 工行存款及利息支出结构和平均付息率的预测 单位: 亿元	45
表 18: 2005-2007 年工行营业费用构成、各部分增长率及成本收入比	46
表 19: 2005-2007 年工行各项手续费收入增长率	47
表 20: 2008-2010 年工行中间业务收入预测 单位: 亿元	48
表 21: 2008-2010 年工行预测利润表 单位: 亿元	49
表 22: 2008 年 3 月 31 日工行及其它上市银行 P/E 和 P/B 比较 单位: 元	53
表 23: 2007 年美国及香港主要上市银行的市盈率 (PE) 和市净率 (PB)	53
表 24: 2008-2010 年高速增长期工行 EVA 现值预测 单位: 亿元	57
表 25: 工行过渡期、永续期 EVA 模型的估值计算过程 单位: 亿元	59
表 26: 工行 EVA 模型的估值结果 单位: 亿元	59
表 27: 工行投资价值的敏感性分析 单位: 亿元	60
表 28: 工行的流动性监管指标	64
表 29: 工行定期存款与活期存款占比 单位: 亿元	64
表 30: 工行短期贷款与长期贷款占比 单位: 亿元	64

引言

一、问题的提出

证券市场是宏观经济形势的晴雨表。在股权分置改革完成以后，国内 A 股市场也开始能够反映中国经济的走势，迅速繁荣起来。但经过了两年多的上涨以后，相对于国际市场，目前 A 股市场的估值水平已经非常高。在 2007 年 10 月 16 日更是创出 6124 点的历史最高点。根据证券日报的资料，这一天 A 股市场的加权平均市盈率为 46.04 倍，平均市净率为 5.85 倍。虽然之后股价开始从高位回落，但与国外成熟的证券市场仍然维持着相对较高的估值水平。另外，价值投资已经逐渐成为投资者的共识，那么如何在 A 股市场平均相对较高市盈率、市净率的现状下从估值洼地中选择一家有投资价值的公司进行投资，如何评估其内在价值，这是投资者所关心的问题。

二、本文的思路

因为本人一直在银行系统工作，深知金融业尤其是银行业的发展对是国民经济增长的重要作用，也深知国民经济的持续稳定增长又为银行业的发展提供了诸多机会。在中国经济保持平稳发展的背景下，“十一五”期间银行业的年均利润增幅将维持在 20%左右。同时本人认为，伴随着改革开放，中国经济虽然已经高速发展了 30 年，但从目前的发展程度来看，仍然处于工业化初期水平。未来由于中国社会的工业化、城市化步伐继续深入，中国经济仍将保持高速发展的势头。因此，可以预测经济的持续快速增长，必然继续推动中国银行业持续发展。所以上市银行应该是极具投资价值的板块。

因此，本文思路是选择抗风险能力强的工商银行作为具体研究对象，结合自己在校攻读 MBA 期间所学知识，从财务报表分析和证券估值的角度对工行投资价值进行分析。本文除了采用 P/E 和 P/B 等相对估值法外，同时使用了 EVA 估值法。EVA 估值方法以股东利益最大化经营目标为基础，符合价值投资的原则。虽然 EVA 估值方法引入我国时间不长，但在欧美国家的应用已经十分普及，是高盛和 JP 摩根等著名投资银行分析企业价值的基本工具之一。因此，希望本文的分析能够给投资者提供一些思路和思考。

第一章 宏观经济分析

第一节 宏观经济分析与货币政策趋势

一、宏观经济运行现状

2007 年，我国国民经济继续保持平稳较快发展，经济运行总体形势较好。消费需求增长加快，固定资产投资增速高位趋缓，对外贸易快速发展；居民收入、企业利润和财政收入均有较大幅度提高。但是，经济运行中仍然存在着价格走势趋高、投资与消费关系不合理、国际收支不平衡矛盾加剧等问题^[1]。

（一）国民经济继续保持快速增长

2007 年我国实现国内生产总值 246616 亿元，同比增长 11.4%，增幅比上年高 0.3 个百分点，并且已连续 5 年保持了 10% 以上的增长率。从拉动经济增长因素的贡献度来看，2007 年消费对 GDP 增长的贡献度增加到 38.6%，首次超过投资对 GDP 增长的贡献度，而净出口的贡献则稳步上升到 23.7%。

表 1: 2005-2007 年消费、投资和净出口对 GDP 贡献率

年份	消费	投资	净出口
2005	38.4%	44.7 %	16.9%
2006	38.0 %	40.0 %	22.0%
2007	38.6%	37.7%	23.7%

数据来源：国家统计局

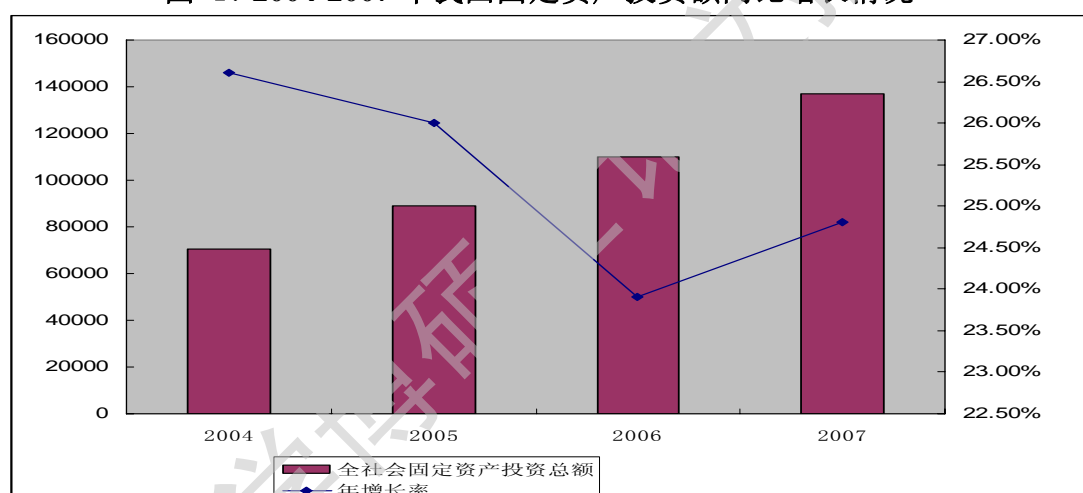
（二）居民收入增长加快，国内需求旺盛

2007 年，城镇居民人均可支配收入 13786 元，比上年增长 17.2%，剔除价格因素，实际增长 12.2%，增幅比上年提高 1.8 个百分点。农村居民人均纯收入 4140 元，比上年增长 15.4%，剔除价格因素，实际增长 9.8%，增幅比上年提高 2.1 个百分点。城乡居民收入的稳步提高支撑了消费的持续增长。2007 年，全社会消费品零售总额 89210 亿元，同比增长 16.8%，增速比上年提高 3.1 个百分点。其中，城市消费品零售额增长 17.2%，加快 2.9 个百分点；农村消费品零售额增长 15.8%，加快 3.2 个百分点，城乡消费增长差距比上年有所缩小。

（三）固定资产投资依然快速增长，房地产开发投资增速明显加快

2007 年全社会固定资产投资 137239 亿元，比上年增长 24.8%，加快 0.9 个百分点。其中，城镇固定资产投资 117414 亿元，增长 25.8%，加快 1.5 个百分点；农村固定资产投资 19825 亿元，增长 19.2%。在城镇投资中，分产业看，第一产业投资 1466 亿元，比上年增长 31.1%；第二产业 51020 亿元，增长 29.0%；第三产业 64928 亿元，增长 23.2%。分地区看，东部地区投资比上年增长 21.0%，中部地区增长 34.0%，西部地区增长 28.2%。全年房地产开发投资 25280 亿元，比上年增长 30.2%，加快了 8.4 个百分点。总体来看固定资产投资仍在高位运行。

图 1：2004-2007 年我国固定资产投资额同比增长情况



数据来源：国家统计局

（四）消费价格上涨较快，房屋销售价格上涨较多

2007 年居民消费价格上涨 4.8%，涨幅比上年提高 3.3 个百分点，其中，城市上涨 4.5%，农村上涨 5.4%。分季度看，四个季度的增长率分别是 2.7%、3.6%、6.1%和 6.6%；涨幅出现快速上升态势，但非食品价格和服务项目价格涨幅保持相对稳定。另外，全年 70 个大中城市房屋销售价格比上年上涨 7.6%，涨幅比上年提高 2.1 个百分点。

（五）国际收支保持顺差格局

2007 年出口增速高位回落，进口增速明显加快，但出口增速仍高于进口增速，贸易顺差继续扩大。2007 年，进出口总额为 21738 亿美元，增长 23.5%，增速回落 0.3 个百分点。其中，出口 12180 亿美元，增长 25.7%；进口 9558

亿美元，同比增长 20.8%。进出口相抵，实现贸易顺差 2622 亿美元，比上年增加 847 亿美元。2007 年末国家外汇储备余额达到 1.53 万亿美元，比上年增长 43.3%。

二、宏观经济展望

2008 年，在工业化、城市化、国际化以及产业和消费结构升级等因素的共同推动下，国民经济仍可望保持较快增长，但随着国内外经济运行中不确定性因素增大，经济增长可能高位趋稳并适度放缓^[2]。

（一）投资增长过快势头有望缓解，但仍将保持较快增长

受外部需求增长趋弱等因素影响，国内市场需求将受到一定抑制。2007 年第四季度人民银行企业景气问卷调查显示，市场需求指数自 2007 年第二季度冲上历史高点后，逐季回落，第四季度降至 24.2%，累计下降 0.4 个百分点。但也要看到，在城市化、工业化步伐加快的大背景下，产业升级和转型、区域协调发展以及提高住房保障等客观上都会产生投资需求。并且企业和金融机构效益明显改善，投融资行为之间将相互加强、互相推动，因此投资仍将保持相对较快增长。

（二）消费需求稳中趋升

随着经济结构调整步伐加快，着力增加居民收入和提高消费倾向的各项政策正在逐步发挥效应，加之经济持续快速发展过程中劳动力供给约束逐步增强，劳动者收入趋于增加，居民对未来收入增长预期较为乐观。全国城镇储户问卷调查显示，2007 年的未来收入信心指数虽较历史最高点的 2006 年有所回落，但仍处于历史较高水平。并且，近年来社会保障制度的进一步完善，有助于促进居民特别是中低收入居民增加消费。未来围绕扩大消费、改善民生，各项政策还将陆续出台并逐步落实，消费环境不断改善，居民消费意愿有望进一步增强。

（三）贸易顺差仍将维持较高水平，但增速可望逐步放缓

受次级贷款危机的影响，全球经济走弱的压力增加，外部需求减弱；加之前期出口退税等一系列政策调整以及人民币汇率持续升值对外贸出口的调节作用将逐步显现。人民银行企业景气问卷调查显示，2007 年第四季度出口订单指数在第三季度下降 2.5 个百分点的基础上，再降 0.8 个百分点，至 6.4%。

但新兴市场经济仍将保持较快增长速度，贸易多元化发展有助于缓解部分区域经济增长放缓可能对总体贸易带来的影响。总体看，虽然未来一段时期我国贸易顺差增速有趋缓的可能性，但在国际分工格局调整、国内储蓄率较高等深层次结构性问题尚未根本解决的背景下，贸易顺差仍将维持较高水平。

（四）通货膨胀压力依然较大

总体看，未来一段时期通货膨胀仍有可能维持较高水平。主要原因有，一是外部价格传导、国内供给约束等因素对价格形成的冲击短期内难以改变。国际石油价格仍在高位震荡，生物能源发展和新兴市场经济体经济较快增长加大了粮食需求，加剧了全球粮食供求紧张格局。加之国内土地资源总体有限，人口增长、消费结构升级以及工业用粮需求持续增加，国内农产品价格上行压力依然较大。二是通胀预期较强。2007 年以来，中国人民银行统计的居民价格预期指数逐季走高。第四季度人民银行城镇储户问卷调查显示，64.8%的被调查者预期 2008 年价格继续上涨，为有调查以来的历史最高。通胀预期加大增加了工资上涨压力，也会促使企业调整定价行为，容易形成价格上涨的自我强化。

三、货币政策趋势

（一）采取综合措施，加强流动性管理

由于我国流动性过剩的问题仍然存在，2008 年人民银行将继续搭配使用公开市场操作和存款准备金等对冲工具，加大力度回收银行体系流动性。在公开市场方面，一是加大央行票据发行力度。二是以特别国债开展正回购操作，配合央行票据发行收回银行体系多余流动性。三是市场化发行央行票据与定向发行央行票据相结合。为保持货币信贷适度增长，人民银行在保持市场化发行央行票据力度的同时，不排除对部分贷款增长较快、且流动性充裕的商业银行定向发行央行票据。

在加大公开市场操作的同时，为提高回收流动性的主动性和有效性，根据流动性管理需要，央行将继续上调存款准备金率。2007 年至今，央行已经 13 次上调存款准备金率，目前存款准备金率已经达到 16% 的历史高位。但是鉴于银行业仍然保有较高的超额存款准备金，因此准备金率将可能会进一步上调但空间逐渐变小。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库